

POLICY PAPER NO.246
DÉCEMBRE 2019
#BCE

L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES : UN CONCEPT CADUQUE ?



Photo by Maryna Yazbeck on Unsplash

INTRODUCTION

■ PIERRE JAILET

Économiste, chercheur associé à l'Institut des relations internationales et stratégiques (IRIS), Professeur chargé de cours à IRIS sup.

Encensées après la crise pour leur rôle salvateur, leurs dirigeants parfois même portés au pinacle pour leur talent de communicant et de visionnaire, les banques centrales sont aujourd'hui sous le feu de critiques virulentes ; au point de devoir parfois endosser le rôle de bouc émissaire pour des politiques dont elles ont dû pallier les insuffisances. Sans doute ne méritent-elles « *ni cet excès d'honneur, ni cette indignité*¹ ».

L'objet de ce *Policy paper* n'est pas de discuter des politiques mais de l'indépendance des banques centrales. Dotées à leur création d'une autonomie relative, compatible avec leur double fonction régaliennes et financière, elles n'ont gagné leur indépendance formelle qu'à partir des années quatre-vingt. Cette évolution traduisait une volonté explicite des gouvernements de déléguer l'exercice de la politique monétaire à des agents préservés des aléas politiques, mieux à même d'assurer un ancrage nominal crédible. La généralisation des statuts d'indépendance n'est d'ailleurs pas dissociable de celle des politiques de ciblage de l'inflation. Ainsi, en quelques années, l'indépendance, sujet longtemps considéré comme peu pertinent, est devenue une norme institutionnelle consensuelle.

Cependant l'élargissement (*de jure ou de facto*) des responsabilités des banques centrales pendant et après la crise, et notamment leur rôle-pivot dans le domaine macroprudentiel, a fragilisé ce consensus et suscité de nouvelles interrogations : ces fonctions entrent-elles dans le cadre de leurs statuts et de leurs mandats ? Des institutions d'essence technocratique indépendantes peuvent-elles être légitimement associées à des décisions qui, au-delà de la stabilité financière *stricto sensu*, influencent l'allocation et la redistribution des revenus ou de la richesse ? Ne risquent-elles pas d'être entraînées vers de possibles conflits d'objectif, au détriment de leur objectif prioritaire de stabilité des prix ? N'y a-t-il pas, en fin de compte, abus de pouvoir ?

1. J. Racine (1669), *Britannicus*, II, 3.

La question de légitimité ne se pose pas a priori pour ce qui concerne la politique monétaire, qui fait généralement l'objet d'un mandat explicite confié aux banques centrales par les autorités politiques ou par un traité. Cependant les politiques ultra-accommodantes conduites dix ans après la crise (et les stratégies qui les sous-tendent) font l'objet de controverses souvent virulentes et suscitent des réactions hostiles à l'encontre des banques centrales. Or une condition de leur indépendance effective (comme pour toute institution non démocratiquement élue) est de bénéficier, à défaut d'un soutien unanime, d'un relatif consensus sur leur légitimité, leurs objectifs et les moyens mis en œuvre pour les atteindre.

Au-delà de leurs obligations statutaires et d'une communication souvent très formatée, les banques centrales devraient donc aujourd'hui satisfaire à des exigences accrues de transparence et de responsabilité, plus en phase avec leurs responsabilités effectives. Cette note avance quelques propositions en ce sens.

2. LES BANQUES CENTRALES CRITIQUÉES

Un représentant influant de l'establishment financier américain s'inquiétait récemment des effets nocifs de la remise en cause de l'indépendance des banques centrales sur l'efficacité de leurs politiques. Il émettait aussi l'hypothèse selon laquelle « *l'indépendance des banques centrales ressemble de plus en plus à un bref épisode historique ayant culminé au siècle dernier* »². Ces préoccupations font écho aux critiques sur le rôle des banques centrales, que certains jugent excessif, particulièrement depuis la crise ; mais aussi à des pressions politiques parfois violentes. Aux États-Unis, la Fed a été l'objet de critiques virulentes de la part de Donald Trump, impatient de voir la Fed baisser ses taux directeurs³. Cependant les attaques ont préexisté à l'élection de Donald Trump et elles ne peuvent se résumer à ses foucades. Ainsi, un projet de loi restreignant considérablement l'indépendance de la Fed, déposé en 2016 par le sénateur républicain (libertarien) Rand Paul, ne fut alors rejeté que de justesse⁴. Ce projet de loi reçut le soutien de la plupart des candidats républicains, mais aussi celui du candidat démocrate Bernie Sanders ; une illustration de ce que la controverse sur l'indépendance de la Fed remonte à l'opposition séculaire, née au 19^{ème} siècle, entre les disciples d'Hamilton, partisans d'une centralisation des principaux leviers économiques au niveau fédéral et ceux de Jefferson, qui s'y opposaient farouchement.

Jusqu'à récemment les critiques des banques centrales ou de leur indépendance étaient restées plus feutrées en Europe et dans la zone euro. On peut avancer plusieurs raisons à cela : d'une part, contrairement aux États-Unis, l'absence de clivage idéologique ou historique marqué sur la notion d'indépendance, qui n'a d'ailleurs guère suscité de débats lors de la préparation du Traité de Maastricht ; d'autre part, le souci légitime et louable des gouvernements nationaux de ne pas ajouter la banque centrale européenne et la politique monétaire unique aux divers motifs de discorde intra-européens ; l'avantage, enfin, que ces gouvernements retirent d'une politique qui, en réduisant drastiquement le coût des dettes publiques, les rend solvables et facilite le respect des objectifs budgétaires nominaux. Par ailleurs, les

². J. Fels (2019) *La perception que les banques centrales ne sont plus indépendantes risque d'affaiblir l'efficacité de leur politique*, Le Monde, 21 juillet.

³. Il a traité son Président Jerome Powell de « *stuborn child* », allant jusqu'à le menacer d'une rétrogradation de son poste au rang de simple gouverneur.

⁴. Outre un contrôle étroit de la gestion interne de la Fed et de ses prérogatives en matière de stabilité financière (pourtant accordées dans le cadre transpartisan du Dodd-Frank Act à l'issue de la crise), il prévoyait de réduire le pouvoir discrétionnaire de la Fed en insérant ses décisions de politique monétaire dans un cadre rigide de règles du type Taylor. Lors d'une audition devant le congrès, en décembre 2016, John Taylor prit lui-même ses distances vis-à-vis de cette proposition, en soulignant que la politique monétaire « *should not be run by a computer* ».

milieux académiques et les économistes de marché, particulièrement dans les pays du sud et de l'est de la zone euro et à de rares exceptions, soutiennent pour la plupart cette orientation ultra-accommodante.

Cependant, le consensus favorable dont a bénéficié l'action de la BCE depuis la crise semble aujourd'hui brisé. Des attaques frontales sont venues des milieux financiers allemands, faisant écho à l'exaspération d'épargnants s'estimant spoliés par l'érosion de la rémunération de leurs placements en obligations et comptes à terme. Les dernières mesures prises ou annoncées concernant les taux d'intérêt ou le programme d'achats d'actifs ont suscité de nombreuses critiques de la part d'économistes, des milieux bancaires ou même d'anciens banquiers centraux⁵, dont la presse s'est largement fait l'écho. Certes, et contrairement aux États-Unis, ces critiques visent davantage l'orientation de la politique monétaire que le statut d'indépendance des banques centrales *per se*. Il est d'ailleurs paradoxal que la mise en cause la plus radicale de la politique de la BCE provienne du pays où l'indépendance de la banque centrale est un pilier de la culture de stabilité monétaire.

3. L'INDÉPENDANCE FORMELLE, SUJET LONGTEMPS PEU PERTINENT, DEVENUE LA NORME INSTITUTIONNELLE

Le statut des banques centrales les place dès l'origine dans une classe à part. Leur création a obéi en effet à une double logique, politique (régalienne) et financière. Tel fut le cas de la *Bank of England* (1694), établie pour financer des dommages de la guerre mais aussi dotée du monopole d'émission, ou du Système de réserve fédéral des États-Unis (1913), investi du rôle de prêteur en dernier ressort pour assurer la stabilité du système bancaire, près d'un demi-siècle après la guerre de sécession (1861-1865)⁶. La Banque de France, créée par Napoléon Bonaparte en 1800, au lendemain du coup d'État du 18 brumaire, bénéficie du monopôle d'émission et des instruments de refinancement qui serviront l'essor du capitalisme français au 19^{ème} siècle.

Cependant les textes fondateurs des banques centrales n'évoquent que de façon très elliptique des fonctions (*a fortiori* des objectifs) de politique monétaire, pas plus qu'ils ne précisent leur degré d'autonomie vis-à-vis de gouvernements enclins à l'ambiguité. Napoléon Bonaparte avait à cet égard une conception plutôt réservée (« *Je veux que la banque soit assez dans la main du gouvernement et n'y soit pas trop* » !).

Deux principaux facteurs expliquent pourquoi, jusqu'à la fin des années soixante, l'indépendance formelle des banques centrales n'a pas été considérée comme un sujet d'intérêt :

⁵. M. Arnold (2019) *Former central bankers attack ECB's monetary policy*, Financial Times, 4 Nov. M. Hannoun *et alii* (2019) *Memorandum on the ECB's Monetary Policy*, Bloomberg, 4 Nov.

⁶. Sur l'histoire de la création de la Réserve fédérale américaine, on se reporterà à l'ouvrage de référence de R. Lowenstein (2015) : *America's Banks – The Epic Struggle to Create the Federal Reserve*, Penguin Press.

- Le régime quasi-universel d'étalon de change-or (*gold standard*) fournissait un ancrage nominal externe limitant les marges de manœuvre des politiques monétaires. Ce régime va perdurer sous divers avatars des deux côtés de l'Atlantique de la fin du 19^{ème} siècle jusqu'à la suspension en 1971 de la convertibilité du dollar en or (Bordo, 2017)⁷ ;
- À l'issue de la Deuxième Guerre mondiale et au cours des Trente Glorieuses, la priorité (du moins en Europe et au Japon) a été donnée aux impératifs de la reconstruction par l'expansion du crédit et l'allocation sélective de l'épargne vers le financement de l'État ou les secteurs qu'il jugeait prioritaires, à l'aide d'une gamme hétéroclite de taux d'intérêt et d'instruments quantitatifs. La politique monétaire ne pouvait donc faire l'objet d'objectifs spécifiques et formalisés.

À l'orée des années soixante-dix puis au cours des deux décennies qui suivent, deux événements vont toutefois inciter les autorités politiques des principaux pays avancés à renforcer par étapes la gamme et l'efficacité de leurs leviers de politique économique⁸ :

- La poussée générale de l'inflation à partir de la fin des années soixante, qui a correspondu à l'apogée des Trente Glorieuses, assortie de tensions salariales et de politiques budgétaires expansionnistes. L'inflation s'accélère encore plus fortement après le 1^{er} choc pétrolier de 1973 ; elle atteint par exemple 8% en Allemagne ou même 25% au Royaume-Uni et se maintient ensuite à un niveau élevé.
- L'affaiblissement du régime de changes fixes du système de Bretton-Woods jusqu'à son effondrements en 1973. Les principales économies avancées vont alors être incitées à substituer un ancrage nominal interne à l'ancrage externe défaillant⁹ .

Dans un premier temps, les banques centrales vont adopter des stratégies de type monétariste, cohérentes avec leurs compétences opérationnelles (le contrôle de la monnaie et du crédit), les gouvernements conservant la maîtrise de l'objectif final. Cependant, la vague de déréglementation et d'innovations financières des années quatre-vingt mettra fin à cette brève phase monétariste ayant échoué à délivrer un ancrage nominal stable et crédible¹⁰ . À partir de là, les stratégies de ciblage direct de l'inflation (c'est-à-dire sans le détour par des objectifs monétaires « intermédiaires ») vont se généraliser dans les principales zones monétaires (BoE en 1992, BCE dès sa création en 1999, BoJ en 2009, Fed en 2012, dans le cadre de sa stratégie « duale » de plein-emploi et de stabilité des prix).

Or ce mouvement n'est pas dissociable du choix de la plupart des gouvernements d'octroyer leur indépendance aux banques centrales. Il est d'ailleurs remarquable qu'un choix de nature fondamentalement politique ait pu se fonder sur les apports théoriques d'auteurs comme Kydland et Prescott (1977)¹¹, Barro et Gordon (1983)¹², Rogoff (1985)¹³ ou Walsh (1995)¹⁴, mettant en cause la politique monétaire comme outil d'ajustement cyclique et pointant les risques d'incohérence temporelle de décisions soumises aux cycles électoraux. Cette littérature d'origine américaine exercera une sorte d'hégémonie intellectuelle curieusement peu

7. D.M. Bordo (2017) *An Historical Perspective on the Quest of Financial Stability and the Monetary Policy Regime*, NBER Working Papers, N° 24154, December

8. P. Jaiillet, B. Mojon (2019) *Les politiques d'objectifs des banques centrales en perspective*, Revue française d'économie, Vol. LXXXIII, janvier

9. La mise œuvre du « Serpent monétaire européen » en 1972 visait à pallier la perte d'ancrage externe liée à la fin du système de Bretton-Woods. Cependant, cet accord régional s'est révélé instable, même s'il a préfiguré le Système monétaire européen mis en place en 1979, étape préalable à l'adoption de la future monnaie unique.

10. Divers travaux ont en outre illustré le décalage entre les objectifs monétaires affichés et la réalité des fonctions de réaction des banques centrales (Bernanke and Mihov, 1997).

11. F.E. Kydland, E.C. Prescott (1977) *Rules rather than Discretion: the Time Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, Vol. 85, pp.473-492

12. R. Barro, D. Gordon (1983) *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, Vol. 12, pp. 101-121

13. K. Rogoff (1985) *The Optimal Degree of Commitment in an Intermediate Monetary Target*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, pp. 1169-1190

14. C. Walsh (1995) *Optimal Contracts for Central Bankers*, American Economic Review, N° 85, pp. 150-167

contestée, et l'idée que l'État puisse se dessaisir d'une part de son pouvoir souverain au profit d'un agent « conservateur » (i.e. ayant une forte aversion envers l'inflation) s'est ainsi peu à peu banalisée.

Au cours des années quatre-vingt-dix, l'indépendance des banques centrales devient graduellement une norme institutionnelle (et même une obligation de conformité juridique pour les pays aspirant à entrer dans la zone euro¹⁵). Mais l'indépendance a ses contreparties, en termes de gouvernance (collégialité des décisions), de transparence et de responsabilité (accountability), vis-à-vis des gouvernements, des parlements ou de l'opinion publique.

4. LA CRISE FINANCIÈRE, APOGÉE DE L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES ?

La crise de 2008 a révélé la nécessité d'une vision d'ensemble des risques liés aux interactions et des externalités au sein du système financier global. Les préoccupations « macroprudentielles »¹⁶, jusqu'alors confinées aux cercles académiques, deviennent un thème central de la coopération financière internationale, notamment dans le cadre du Forum de stabilité financière et du G20.

Les banques centrales vont alors être amenées à jouer un rôle pivot. Elles ont pourtant été critiquées, pour avoir négligé la dynamique du cycle financier¹⁷, ou même l'avoir amplifiée par des politiques monétaires trop accommodantes (*Greenspan put*). Elles n'en sont pas moins apparues comme les candidates naturelles pour ce rôle, du fait de leur fonction d'émettrices de liquidité et de prêteuses en dernier ressort ; mais aussi en raison de leur proximité avec les marchés financiers et leurs compétences analytiques et opérationnelles.

Cet accroissement (*de jure* ou *de facto*) des prérogatives des banques centrales a suscité un débat animé aux États-Unis, dans les cercles académiques ou au Congrès. À la suite de Meltzer, Calomiris¹⁸, par exemple, estime que l'élargissement des missions de la Fed entraîne un risque de politisation et de dilution des responsabilités de la Fed et, par conséquent, affaiblit son influence réelle et son indépendance. Il préconise ainsi de concentrer son mandat sur un objectif strict de stabilité des prix et de restreindre ses capacités de régulation financière. Cette thèse rejoint la volonté d'une frange importante du Congrès de rogner les pouvoirs de la Fed (*cf. supra*).

En Europe, l'attribution aux Banques centrales de nouvelles prérogatives après la crise a relevé d'un choix « par défaut » dans un contexte traumatique post-crise. Les gouvernements, généralement divisés dès qu'il s'agit d'allouer de nouvelles compétences communautaires, accordèrent ainsi sans discussion des compétences élargies à la BCE. La création en 2010 du Conseil européen du risque systémique (CERS), comme en 2015 celle du mécanisme de supervision unique, furent ainsi adoptées par de (simples) règlements du Parlement euro-

^{15.} La BCE est à cet égard doublement exceptionnelle : d'une part, elle est le résultat de la fusion de banques centrales sur un modèle directement dérivé de celui de la Bundesbank, ayant une longue culture de l'indépendance ; d'autre part, elle n'est pas la banque centrale indépendante d'un État mais d'un ensemble d'États, ce qui renforce encore son indépendance, déjà solidement scellée dans le Traité.

^{16.} Le terme « macroprudentiel » serait apparu pour la première fois en 1979 dans un rapport du Comité Cooke, ancêtre de l'actuel *Basel Committee on Banking Supervision-BCBS*. Mais son usage ne s'est vraiment généralisé qu'après 2008. Cf. P. Clement (2010) *The Term Macroprudential :Origins and Evolution*, BIS Quarterly Review, March.

^{17.} C. Borio (2012) *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have we Learnt?* BIS Working Papers No 395, December.

^{18.} C. Calomiris (2017) *Reforming the Rules that Govern the Fed*, Columbia Business School Research Paper, No 17.41, April.

péen et du Conseil de l'UE, sans véritable débat politique, dénotant le souci des autorités nationales et communautaires de trouver une solution rassurante et rapide en plaçant la surveillance micro et macro prudentielle sous l'égide de la BCE¹⁹; et ces choix ont été loués quasi-unaniment par les commentateurs et la communauté académique.

5. UN RISQUE D'ABUS DE POUVOIR ?

Si les banques centrales, comme on l'a vu, bénéficient depuis leur création d'une relative autonomie, l'indépendance formelle qui leur a été octroyée dans les années quatre-vingt-dix était liée à un mandat explicite de maintien de la stabilité des prix, non à l'intégralité de leurs activités. Cela semble couler de source dans le cas d'activités de service public hors politique monétaire (gestion de la monnaie scripturale, de la circulation fiduciaire, des fonctions statistiques, etc.), peut-être moins dans le cas de fonctions liées à la stabilité financière ou à la politique macroprudentielle.

Ce terme de macroprudentiel n'est en effet pas clairement défini et son interprétation est très variable²⁰. Dans une acception étroite, il décrit une politique microprudentielle que la crise aurait rendu nécessairement plus prospective, moins rivée sur la surveillance des institutions financières individuelles et intégrant les interactions dynamiques et les risques systémiques. En résumé, le macroprudentiel serait du microprudentiel intelligent (ce qui constitue déjà un progrès notable)²¹. Dans une acception large, il recouvre toutes les actions qui concourent de près ou de loin à la régulation macroéconomique et financière, ce qui, au-delà de la supervision des institutions financières et des marchés, engloberait la politique monétaire et la politique budgétaire, dès lors qu'elles influencent les arbitrages financiers des agents, le fonctionnement des marchés et la formation des prix d'actifs.

Dans cette optique, les banques centrales indépendantes, acteurs-pivot de la politique macroprudentielle, sont naturellement associées à des décisions qui influencent l'allocation ou la redistribution des revenus et de la richesse, ce qui entraîne de possibles conflits d'objectif et soulève une question de légitimité. Ce peut être le cas, par exemple, de mesures visant l'endettement des ménages, le marché immobilier, la fiscalité de l'épargne. Ce risque institutionnel a été signalé par divers auteurs, dont plusieurs anciens banquiers centraux. Ainsi pour Issing (2018), « *In a democratic society, independence for the central banks can be justified only if actions are limited to fulfilling a specific mandate* »²². Tucker (2015) soulève la question de l'équilibre des pouvoirs (« *Central Banks have emerged from the financial crisis as the third pillar of unelected power alongside the judiciary and the military* »)²³. Eichengreen (2017)²⁴ préconise de relever les standards de transparence et de responsabilité. Balls et alii

19. Les prérogatives du CERS se limitent toutefois à l'analyse des risques financiers et à la formulation de recommandations non contraignantes aux États membres, lesquels ont maintenu et même développé leurs propres instances nationales, à l'instar du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) français, conservant leur pouvoir de décision.

20. Dans un rapport du CGFS de 2010, la BRI avait proposé une définition générique (« *Macroprudential policy focuses on the interactions between financial institutions, markets, infrastructure and the wider economy* »), laissant ouverte toutes les options concernant la gamme des instruments utilisables ou le partage des tâches entre les divers acteurs concernés.

21. Il n'y a pas de modèle unique d'attribution de la fonction de supervision des banques et assurances. Elle est partagée entre plusieurs agences (cas des États-Unis), ou plus généralement placée sous l'autorité de la banque centrale (Bank of England ou BCE), les principaux arguments étant dans ce cas que les banques centrales, outre leur fonction de préteur en dernier ressort, ont aussi l'expertise et la vision d'ensemble du marchés bancaires et financier. *A contrario*, l'inclusion de la supervision des banques dans le giron des banques centrales soulève la question de possibles conflits d'objectif avec la politique monétaire.

22. O. Issing (2018) *The Uncertain Future of Central Bank Independence*, Vox CEPR Portal, 2 April.

23. P. Tucker (2018) *Unelected Power – The quest for legitimacy in central banking and regulatory state*, Princeton University Press.

24. B. Eichengreen (2017) *Des banques centrales indépendantes mais plus transparentes*, Le Monde, 30 nov.

(2016)²⁵ et Blot (2019)²⁶ proposent de renforcer les mécanismes de coordination au sein de comités *ad hoc* réunissant banques centrales, agences de supervision et de régulation et ministères des finances.

Ces critiques et propositions sont pertinentes mais il faut en relativiser la portée. En premier lieu, s'il est vrai que la politique macroprudentielle a des effets redistributifs, c'est aussi le cas de la politique monétaire et leurs canaux de transmission sont souvent les mêmes (Domanski *et alii*, 2016)²⁷. En deuxième lieu, dans la plupart des pays, la surveillance macroprudentielle s'exerce aujourd'hui dans un cadre collégial sous la présidence d'autorités gouvernementales. Certes, les banques centrales disposent dans ces instances d'un pouvoir d'initiative et d'un *leadership* conceptuel et opérationnel, mais elles ne peuvent y imposer leurs choix. Les conflits éventuels de compétence ou de souveraineté se règlent par concertation et donnent lieu si nécessaire à un arbitrage politique.²⁸ Un autre argument, précisément, est que la présence active de banques centrales indépendantes dans ces instances peut faciliter la prise de décisions nécessaires mais politiquement coûteuses (Müller, 2019)²⁹.

En définitive, invoquer un défaut de légitimité des banques centrales pour assumer des responsabilités de stabilité financière qui sont depuis l'origine au cœur de leurs mandats (*cf. supra*) n'apparaît guère pertinent. En outre, redéfinir ces derniers pourrait, dans les circonstances actuelles, ouvrir une boîte de Pandore, avec des conséquences imprévisibles. Il est en revanche légitime de s'interroger sur les obligations et contreparties qu'entraînent ces responsabilités élargies.

6. RÉHAUSSER LES EXIGENCES DE COLLÉGIALITÉ, DE TRANSPARENCE ET DE RESPONSABILITÉ

Peut-être en raison des conditions un peu précipitées de leur mise en place, les instances chargées de veiller à la stabilité financière ne sont pas astreintes à des exigences de collégialité, de transparence et de responsabilité à la mesure de leurs nouvelles fonctions. Le Comité européen du risque systémique (CERS), instauré en 2010 auprès de la BCE, est à cet égard illustratif. Les dirigeants des banques centrales y ont un poids écrasant (30 sur 36), alors

25. E. Balls *et alii* (2016) *Central Bank Independence Revisited*, Harvard Kennedy School, Working Paper N°87.

26. C. Blot (2019) *Les banques centrales peuvent-elles être encore indépendantes ? Revue française d'économie*, Vol. XXXIII, janvier.

27. A. Domanski *et alii* (2016) *Wealth Inequality and Monetary Policy*, BIS Quarterly Review, March. L'usage intensif de la politique monétaire à des mesures non conventionnelles, en estompant partiellement la distinction traditionnelle entre politique monétaire et politique budgétaire, rend ces interférences plus saillantes.

28. Ce modèle n'est cependant pas universel. Au Royaume-Uni, par exemple, la surveillance macroprudentielle est directement placée sous l'autorité directe de la Banque d'Angleterre.

29. K. Müller (2019) *Electoral Cycles in Macroprudential Regulation*, Princeton University, October. L'auteur souligne un risque d'incohérence temporelle de même nature que celui attaché à la politique monétaire : « *Tightening macroprudential policies may be politically costly, particularly when elections are approaching [...] This may limit the ability of regulators to 'lean against the wind'* ».

qu'en sont exclus les ministres des finances des États membres³⁰ et qu'il est assujetti à des obligations de transparence et la responsabilité minimales³¹.

Certes, les enjeux paraissent limités, car les travaux du CERS sont généralement jugés plus académiques qu'opérationnels (ce qui est autre débat). Cependant les sujétions appliquées aux instances nationales, qui sont quant à elles investies de réels pouvoirs de décision, semblent encore moins exigeantes. Dans le cas français, par exemple, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) établit un rapport annuel à l'intention du parlement français et son président peut être entendu par les commissions de l'AN ou du Sénat. Mais il ne diffuse qu'un bref communiqué à l'issue de ses réunions et ces dernières ne sont pas suivies de conférences de presse et ne donnent pas lieu à procès-verbal.

On ne peut ainsi qu'être frappé par le décalage entre l'importance donnée à la surveillance globale des systèmes financiers (dans la communication officielle, les réunions internationales ou les travaux académiques), et l'indigence relative des obligations de transparence et de responsabilité dans ce domaine, d'un standard inférieur à celles requises pour la politique monétaire (*a fortiori* pour la politique budgétaire). Cet isolement du débat public crée un « déficit » démocratique qui limite la visibilité et l'influence d'instances de nature essentiellement technocratique. Certes, les banques centrales ne sont pas seules en cause, mais leur statut d'indépendance les soumet à des exigences particulières au regard du rôle prépondérant qu'elles y jouent .

L'Europe pourrait à cet égard s'inspirer des meilleures pratiques internationales, et notamment celles en vigueur outre-Atlantique. Ainsi le *Financial Stability Oversight Committee* (FSOC) établi en 2010 dans le cadre du *Dodd-Frank Act* pour assurer la supervision d'ensemble des systèmes financiers n'attribue à la Fed qu'un siège sur dix membres votants (ce qui n'altère en rien son rôle central dans un comité dont la présidence est assurée par le secrétaire d'État au Trésor). En outre, le FSOC diffuse les minutes de ses réunions dans un délai de quelques semaines. Son président et les autres membres du comité sont longuement auditionnés par le Congrès sur tout sujet jugé d'importance par ce dernier. Enfin, sauf lorsqu'un haut degré de confidentialité est requis, ses réunions sont ouvertes au public et même retransmises par webcasts.

7. INDÉPENDANCE ET POLITIQUE D'OBJECTIFS

L'objectif de stabilité des prix fait l'objet dans la plupart des zones monétaires d'un mandat accordé par les autorités politiques ou par un traité³², laissant aux banques centrales plus ou moins de latitude pour définir leur stratégie. Dans le cas de la BCE, son Conseil fixe la cible

³⁰. Or les discussions macroprudentielles sont supposées prendre en compte les interactions entre les politiques, les marchés et les externalités entre les économies de la zone. En outre, l'absence de représentants des gouvernements ne facilite pas l'articulation entre les instances nationales et le CERS.

³¹. Le CERS doit soumettre un rapport annuel au Parlement européen et son président doit s'y rendre en audition (au minimum) une fois par an ; ses « alertes et recommandations » ne sont rendues publiques qu'à son initiative. Il n'est tenu de publier ni communiqué ni procès-verbal (*minutes*) à l'issue de ses réunions, lesquelles ne sont pas suivies de conférences de presse (Cf. Art 19 du règlement 1092/2010 du Conseil et du Parlement européen, JECE - 15/12/2010).

³². Dans le cas de la zone euro, l'article 282 du TFUE dispose ainsi que « *L'objectif principal du Système européen de banques centrales est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, il apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union pour contribuer aux objectifs de celle-ci*

et peut l'adapter à sa guise en fonction des circonstances³³. Dans le cas de la Fed des États-Unis, l'ancien président Alan Greenspan avait une conception discrétionnaire de l'objectif de stabilité des prix et refusait de se lier les mains sur un objectif précis. Son successeur Ben Bernanke opta en revanche en 2012 pour une cible d'inflation à 2% dans le cadre de son double mandat (stabilité des prix et plein emploi). Au Royaume-Uni, le gouvernement définit la cible d'inflation (2% à moyen terme), laissant à la Banque d'Angleterre le choix des instruments. Au Canada, le gouvernement et la banque centrale s'engagent conjointement sur une cible pour les cinq ans à venir (fourchette de 1% à 3%), etc...

Il ressort de ce petit inventaire que les mandats de stabilité des prix fixés aux banques centrales leur laissent des marges variables de discrétion pour définir leur cible et qu'un objectif de stabilité des prix peut donner lieu à divers types de spécifications. Rien ne prouve, en particulier, que le ciblage de l'inflation soit en tout temps et en tout lieu la formulation optimale d'une stratégie de politique monétaire. D'autres options ont été proposées : ciblage du niveau des prix (Bernanke, 2017³⁴) ou du PIB nominal (Billi, 2017³⁵), ces options offrant de bonnes performances en simulation sur les vingt dernières années (Jaillet et Mojon, 2018³⁶). De même, le calibrage de la cible d'inflation à 2% ne fait plus consensus, certains préconisant de la relever (Blanchard et alii, 2010)³⁷ d'autres de l'abaisser (Larosière, 2019³⁸ ou Holzman, 2019)³⁹, d'autres encore de la maintenir. Enfin, à défaut de fixer un objectif synthétique de stabilité financière, et sans préjudice de la priorité donnée à leur objectif de stabilité des prix, il a été proposé que les banques centrales intègrent explicitement dans leur stratégie et leur communication quelques variables-clés (eg. Crédit, endettement, prix d'actifs...), dont l'évolution représente un double enjeu de stabilité monétaire et financière⁴⁰.

Au-delà de ces débats académiques, les stratégies des banques centrales font l'objet de vives controverses. La BCE est en particulier critiquée pour avoir, en conformité avec sa cible de 2% d'inflation, conduit depuis 2014 une politique ultra-accommodante qu'elle s'emploie à justifier (Draghi, 2019)⁴¹. Sont visés pêle-mêle sa faible efficacité macroéconomique, l'écrasement des primes de risque et les distorsions des prix d'actifs, la « spoliation » des épargnants, des effets redistributifs implicites, l'affaiblissement des banques, l'aléa moral incitant les gouvernements à reporter des ajustements budgétaires, etc. Il est aussi avancé que l'indépendante de la BCE (comme celle d'autres banques centrales ayant touché ou franchi la limite des taux à zéro) ne serait plus que virtuelle, dès lors qu'elle ne pourrait « normaliser » sa politique sans mettre en péril la solvabilité des États et la stabilité des marchés. Elle serait donc enfermée dans un double piège de « *fiscal dominance* » et de « *market dominance* ».

Ces critiques peuvent paraître parfois injustes et excessives, peut-être à la mesure des espoirs placées dans les banques centrales pour régler à elles seules les dommages de la crise. Le point n'est d'ailleurs pas de discuter ici la pertinence de ces arguments, mais de souligner que ces controverses, à l'origine circonscrites à quelques cercles d'experts et d'économistes, sont aujourd'hui relayées de façon parfois virulente par des dirigeants

33. À sa création en 1999, le Conseil de la BCE a d'abord suivi une stratégie dite des « deux piliers » avec une norme de référence fixée à 4,5% pour la croissance de l'agréat M3 et un deuxième pilier défini comme un taux d'inflation « *inférieur à 2%* ». Cette stratégie a été modifiée en 2003, la cible d'inflation étant alors définie comme un « *taux d'inflation inférieur à – mais proche de -2% à moyen terme* », et le pilier monétaire étant relégué dans « l'analyse monétaire ».

34. B. Bernanke (2017) *Temporary Price-Level Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy*, Brookings, 12 Oct.

35. R. Billi (2017) *A Note on Nominal GDP Targeting and the ZLB*, Macroeconomics Dynamics, 21(8), pp.2138-2157.

36. *Op. cit.*, p. 4.

37. O. Blanchard et alii (2010) *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF SPN 10/03, 12 Feb.

38. J. de Larosière (2019) *Sortir la politique monétaire de l'impasse*, Les Échos, 12 sept.

39. R. Holzmann (2019) Bloomberg Interview, 13 Oct.

40. A. Vredin (2015) *Inflation Targeting and Financial Stability: providing policy-makers with relevant information*, BIS Working Papers N° 503, July.

41. M. Draghi (2019) *Twenty Years of the ECB's Monetary Policy*, Discours au Forum BCE, Sintra, 18 juin.

d'institutions financières, des responsables politiques, quand il ne s'agit pas d'anciens banquiers centraux. En instillant le doute sur le bien-fondé et les finalités de la stratégie de la BCE, elles risquent d'affaiblir sa crédibilité et son indépendance. Le réflexe obsidional d'une institution indépendante critiquée est de se renfermer. Or une voie probablement plus utile pour désamorcer la polémique serait de clarifier la politiques d'objectifs et ses incidences économiques et financières à court et à long terme. On peut avancer à cet égard quelques propositions :

- De façon régulière (par exemple à l'occasion d'une nouvelle présidence), la BCE devrait effectuer une revue publique d'ensemble de sa politique d'objectifs⁴². Cette revue se fonderait sur l'expertise des équipes de l'Eurosystème et sur celle d'un comité de sages présentant toutes les garanties de compétence et d'indépendance, représentatif de la diversité des écoles et des opinions. Il reviendrait ensuite à la BCE de présenter ses propositions au Conseil et au parlement européens⁴³. La stratégie serait alors validée au plus haut niveau des instances de l'UE, ce qui préserverait la BCE des critiques d'opacité et d'isolement. La BCE conserverait naturellement une totale autonomie dans le choix des instruments et des modalités de la politique monétaire. Ces dispositions seraient assez similaires à celles en vigueur au Royaume-Uni ou au Canada.
- La BCE (l'Eurosystème) devrait pouvoir expliquer sa politique et dialoguer en toute transparence auprès d'un large éventail de la population. Elle pourrait à cet égard reprendre à son compte l'exercice des « *Fed Listens Events* » (Clarida, 2019)⁴⁴, qui mobilise depuis le début de 2019 les dirigeants du *Federal Reserve Board* et les douze Présidents des banques fédérales régionales dans le cadre de réunions tenues auprès de différents groupes (académiques, entreprises, institutions financières, collectivités locales, communautés diverses, etc.) pour discuter de façon ouverte de tous les sujets relatifs à la stratégie de politique monétaire, aux instruments et à la communication⁴⁵.
- Plus généralement, la communication de la BCE et de l'Eurosystème devrait être moins verrouillée ou orientée vers la justification *ex post* des décisions et orientations passées, plus portée vers le dialogue et l'explication. À cet égard, les conférences de presse tenues à l'issue de chaque réunion du Conseil des gouverneurs, comme les auditions des dirigeants devant les commissions parlementaires devraient autoriser des échanges plus ouverts et approfondis avec la présidence et les dirigeants de la banque centrale⁴⁶.

⁴². Cette revue publique se distinguerait de l'exercice de la *Strategic Review* récemment annoncé par la BCE, appelé à demeurer un exercice interne à l'Eurosystème.

⁴³. Une voie plus formelle serait la validation par le parlement européen et le Conseil selon la procédure législative ordinaire (codécision). Sa mise en œuvre impliquerait une modification à la marge de l'article 284 §3 du Traité de l'UE. Il serait en outre logique que la discussion au Parlement européen ait lieu en formation zone euro et non UE.

⁴⁴. R.H. Clarida (2019) *The Federal Reserve's Review of its Monetary Policy Strategy, Tools and Communication Practices*, Cato's Institute, Washington DC, 14 Nov.

⁴⁵. Cet exercice ne se substituerait pas aux actions conduites en direction du public (*outreach*) et notamment les actions pédagogiques en milieux scolaires.

⁴⁶. Lors des conférences de presse qui suivent les réunions du FOMC, par exemple, les journalistes ne sont pas cantonnés à une ou deux questions sans espoir de retour, comme c'est le cas lors des conférences de presse qui suivent les réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE. De même les auditions des dirigeants de la Fed devant les commissions compétentes du Sénat ou de la chambre des représentants sont sensiblement plus longues et exigeantes que les auditions de la présidence de la BCE devant le parlement européen.

CONCLUSIONS.

« *Independence is simply means to an end. As such, it is not a right and must be earned by retaining public legitimacy* » (C.Borio)⁴⁷

- L'indépendance des banques centrales reste une notion pertinente dans un monde instable, caractérisé par des marchés financiers volatils et focalisés sur le court terme et où les gouvernements sont soumis à de fortes pressions politiques et sociales.
- L'attribution aux banques centrales de responsabilités élargies en matière de stabilité financière ou de politique macroprudentielle est en ligne avec leur mandat et leurs fonctions originelles. La question de légitimité semble en l'occurrence peu pertinente.
- Ces responsabilités interfèrent avec la politique économique d'ensemble ; elles doivent donc s'exercer dans un cadre collégial où les gouvernements ont le dernier mot et les banques centrales un droit d'initiative (et celui de rendre publiques leurs propositions).
- Une question pertinente concerne le degré de transparence et de responsabilité lié à cet élargissement des compétences. À cet égard, l'Eurosystème semble encore éloigné des meilleures pratiques internationales, ce qui paraît antinomique avec sa situation de banque centrale « fédérale » au cœur d'un ensemble économique hétérogène et en l'absence d'union politique.
- Dix ans après la crise, les politiques monétaires ultra-accommodantes suscitent de vives controverses portant sur leurs stratégies, leurs instruments et leurs possibles incidences économiques et financières à divers horizons. Le réflexe obsidional d'une institution indépendante est de se renfermer, au risque d'aiguiser plus encore les critiques, de conforter les doutes sur le bien-fondé et les finalités de son action et finalement d'affaiblir son indépendance effective.
- Cette note avance quelques propositions ciblées sur la BCE, de nature à conforter sa légitimité aux yeux des autorités politiques, des marchés et surtout du public. La BCE pourrait ainsi, à intervalles réguliers, procéder à une revue approfondie et publique de sa stratégie, qui serait ensuite validée par le Conseil et le parlement européens. D'autres propositions visent à améliorer ses capacités d'écoute et de dialogue, au-delà d'une communication omniprésente mais finalement bien verrouillée. Communication et transparence ne sont pas nécessairement synonymes⁴⁸.
- Enfin, la globalisation financière accroît les effets d'externalité des politiques monétaires (accentuée par les programmes massifs d'achats de titres). Ils touchent particulièrement les économies émergentes et soulèvent la question de la coopération monétaire internationale. Les banques centrales l'ont jusqu'à présent éludée, en se retranchant derrière l'intégrité territoriale de leurs objectifs ou leur indépendance. Ces arguments ont sans doute leur pertinence mais ils ne peuvent servir à justifier une situation monétaire et financière internationale intrinsèquement instable.

Directeur de la publication :
Sébastien Maillard ■ La reproduction en totalité ou par extraits de cette contribution est autorisée à la double condition de ne pas en dénaturer le sens et d'en mentionner la source ■ Les opinions exprimées n'engagent que la responsabilité de leur(s) auteur(s) ■ L'Institut Jacques Delors ne saurait être rendu responsable de l'utilisation par un tiers de cette contribution ■ Version originale ■ © Institut Jacques Delors

⁴⁷. C. Borio (2019) *Central Banking in Challenging Times*, SUERF Policy note N°114.

⁴⁸. À cet égard, le guidage prospectif (*forward guidance*) s'est révélé un canal efficace d'influence des anticipations. Cependant l'hyper-sensibilité des marchés aux messages, même subliminaux, des banques centrales, peut en retour limiter leurs marges de manœuvre, contraindre leur communication et restreindre le champ du dialogue avec la société civile.